

# Die Perlen

Wenn es an den Börsen ungemütlich wird, laufen Value-Investoren zur Hochform auf. Ihre gute Stimmung scheint gerechtfertigt: Selten waren wertvolle Unternehmen so preiswert wie heute

» „Es ist fantastisch, ich habe so etwas noch nie erlebt“, sagt Jorn Linde Andersen. Der dänische Fondsmanager hat gute Laune, und Grund dafür ist die miese Stimmung an den weltweiten Aktienmärkten. Nachdem die über Jahre hinweg gute Stimmung bereits im Sommer 2007 einen ersten

Dämpfer erhalten hatte, kam es im Januar zur Schussfahrt: Mit einem Minus von 15 Prozent markierte etwa der Dax in nur vier Wochen seinen schwächsten Jahresstart seit Index-Berechnung; der MSCI Weltindex verlor immerhin fast 10 Prozent. Noch schlimmer als den Dax erwischte es chinesische und osteuropäische Titel, die Highflyer der vergangenen Jahre.

Seit die USA vor einer Rezession stehen, weiß auch der letzte Investor, dass erst einmal Schluss ist mit sorgenlosem Investieren. Trotzdem oder gerade deshalb ist es für Andersen „ein unglaublich

gutes Gefühl, heute Aktien zu kaufen“. Der 46-Jährige ist ein Value-Investor und seit Anfang des Jahres für den Global Value Fonds der skandinavischen Gesellschaft Nordea

FOTOS: BLOOMBERG, ANWAR DAVAL / CORBIS

## TITEL: Börsenkrisis

Nervöse Anleger und die Angst vor einer Rezession in den USA haben die weltweiten Börsen weiterhin im Griff. Doch auch in der aktuellen Krise bieten sich Anlegern chancenreiche Investments

- **Die Perlentaucher:** Für Value-Fondsmanager ist die Krise eine große Chance, preiswert Qualitätstitel zu kaufen **Seite 36**
- **Das Weichmetall für harte Zeiten:** Goldbarren und -münzen sind eine Vollkaskoversicherung gegen Kapitalmarktkrisen **Seite 42**
- **Stille Wasser:** Die Börsen Afrikas und Arabiens sind die aktuellen Krisengewinner **Seite 48**



# taucher

verantwortlich. Einer von fünf globalen Value-Fonds, die DAS INVESTMENT im aktuellen Umfeld für besonders chancenreich und krisensicher hält (siehe Tabelle Seite 41).

Value, englisch für Wert, steht für eine klassische Investmentphilosophie. Vereinfacht besagt sie Folgendes: Kaufe Aktien von niedrig bewerteten Unternehmen und halte sie so lange, bis der Markt einen angemessenen Preis für sie bezahlt. Das alles ohne taktische Spielchen, ohne die Hoffnung, noch einen spektakulären Höhenflug auszureizen, ohne schnelles Ein- und Aussteigen, häufig auch ohne Vorgabe, eine bestimmte Länder- oder Branchenaufteilung zu erreichen. Was zählt, ist allein die Bewertung (siehe Kasten Seite 38).

Gerade in der Bewertung liegt der Grund für die unverhohlene Schadenfreude von Nordea-Manager Andersen. Im Chaos fallender Märkte gehen Anleger nicht rational vor: Sie strafen auch solide, konjunkturunabhängige und sogar krisenfeste Unternehmen ab. „Wenn die Aktienmärkte richtig durchgeschüttelt werden, fällt einfach alles durchs Raster“, erklärt Jörg Lange. Ertragreiche Großkonzerne mit einem grundsoliden, wenngleich auch unspektakulären weltweiten Geschäft werden ebenso aussortiert wie konjunkturabhängige Unternehmen mit schwachem Umsatz und sinkenden Gewinnen. „Deshalb“, so der Geschäftsführer der Hannoveraner Fondsberatung Petersen & Lange, „sind unsichere Börsenzeiten immer ein besonders guter Zeitpunkt für Value-Manager und für Anleger entsprechend ausgerichteter Fonds.“

## Stützen der Weltwirtschaft

Was Value-Investoren suchen, sind Unternehmen, deren Aktienkurs zu Unrecht ins Taumeln geraten ist. Große multinationale Konzerne – häufig die Lieblinge der Value-Investoren – sind in der ganzen Welt zu Hause und nicht auf einzelne Märkte fixiert: Schwächelt der Coca-Cola-Absatz in den USA, können in Asien und Europa trotzdem neue Rekorde mit der braunen Brause

eingefahren werden. Dienstleister rund um das Thema Tankstelle, wie das US-Unternehmen Schlumberger, sind nicht konjunkturanfällig: Gewartet werden müssen Zapfsäulen und Bohrinsern so oder so – ganz gleich, wo der Ölpreis steht. Vielfach haben die großen Unternehmen eine hohe Kapitaldecke. Sie haben niedrige Schulden und sind weniger auf Kredite angewiesen, wenn diese im Zuge der Finanzkrise zögerlicher vergeben werden. „Too big to fall“, zu groß, um zu fallen, ist angesichts der Finanzkrise ein gern verwendetes Prädikat für die Börsenriesen. Internationale Value-Fonds, die derzeit genau dort ihren Schwerpunkt haben, gelten daher zu Recht als Basis- und Langfristinvestment. Sie sind Balsam für unsichere Börsenzeiten und holen zugleich die unternehmerischen Stützen der Weltwirtschaft ins Portfolio.

## Value: Stärke in der Schwäche

Das Problem: Kurzfristig haben auch Value-Fonds den Verrücktheiten der Börse wenig entgegenzusetzen. Rund 12,3 Prozent verloren sie nach Angaben des Datenbankanbieters Eurofunds im Schnitt während der vergangenen zwölf Monate. Verantwortlich dafür waren besonders Aktien von Finanzunternehmen, zählen diese doch zu den klassischen Value-Unternehmen. Doch die schlechte Wertentwicklung spricht eher für einen Einstieg zum jetzigen Zeitpunkt als dagegen. Nach früheren Schwächephasen haben sich die Börsen mit zweistelligen Prozentraten erholt. Value-Fonds laufen im Börsenaufschwung meist schwächer als der Gesamtmarkt, das liegt im System begründet. Dafür laufen sie bei einer schwachen Börse in der Regel besser als der Durchschnitt (siehe Tabelle Seite 38).

Dafür ist der Templeton Growth, der größte Klassiker unter den Value-Fonds, ein treffliches Beispiel. Auch wenn die schiere Größe von nahezu 30 Milliarden Euro immer wieder Kritiker auf den Plan ruft: In der Vergangenheit hat das Management gezeigt, dass es keine kurzfristigen Trends >>>

**ETF-ANBIETER GIBT ES VIELE. JIM ROGERS ABER NUR BEI EINEM.**

**ETFs auf die Rohstoffindizes von Jim Rogers.**

Exchange Traded Funds (ETF) sind die kostengünstige und flexible Antwort auf den klassischen Investmentfonds. Der fortlaufende Börsenhandel und die günstige Kostenstruktur zeichnen Exchange Traded Funds aus. Mit „Market Access“, der ETF-Plattform der ABN AMRO erhalten Anleger die Möglichkeit an der Wertentwicklung von Rohstoff- und Emerging Market Indizes zu partizipieren. Unter anderem offerieren wir Ihnen exklusiv ein Investment in die erfolgreichen Rohstoffindizes der Börsenlegende Jim Rogers.

Der allein verbindliche Verkaufsprospekt ist bei der ABN AMRO Bank N.V., Niederlassung Deutschland, Theodor-Heuss-Allee 80, 60486 Frankfurt a. M., kostenfrei erhältlich.



**NEUGIERIG?**

[www.abnamromarketaccess.de](http://www.abnamromarketaccess.de)  
[etf@de.abnamro.com](mailto:etf@de.abnamro.com)

Telefon: 069-26 900 900  
Fax: 069-26 900 829

mitmacht und sich rechtzeitig, wenn auch mitunter zu zeitig, aus heißen Märkten verabschiedet. Das kostet Pluspunkte, wenn die Party an den Börsen dem Höhepunkt zusteuert. Herrscht jedoch anschließend Katerstimmung, darf der Templeton Growth immer noch als grundsätzliches und chancenreiches Investment gelten.

Gleiches gilt für den Value-Fonds der New Yorker Gesellschaft Tweedy Browne. Im November 2005, als die Börsenrally in vol-

lem Gang war, schloss Tweedy Browne den Fonds; mangels Kaufgelegenheiten und mit einer Barquote von 35 Prozent. Ende Januar, mitten im Kurs-Chaos, haben die Amerikaner wieder geöffnet und gehen auf Schnäppchentour. „Die aktuellen Kurschwankungen an den weltweiten Börsen bringen sehr interessante Investmentchancen mit sich“, erklärt Christopher Browne, Partner und Manager bei der US-Gesellschaft.

In guten Zeiten geschlossen, offen in der Krise; kaum eine Aktion könnte besser illustrieren, wie ein solider Value-Ansatz funktioniert. Die aktuell größten Positionen im Fonds sind der Schweizer Nahrungsmittelkonzern Nestlé, der finnische Aufzugsbauer Kone und die Brauerei Heineken. „Dieser Fonds ist ein Klassiker und eine exzellente Basisanlage“, erklärt

Rüdiger Sälzle, Vorstand der Münchener Bera- **»»»**

## Value: Auf der Suche nach dem inneren Wert

»»» Begründer der Value-Strategie ist der amerikanische Wirtschaftswissenschaftler Benjamin Graham, zu dessen prominentesten Schülern Warren Buffett gehört. Graham vertrat die Lehre, dass eine Aktie nur unter ihrem fundamentalen Wert gekauft werden sollte. Um diesen Wert bestimmen zu können, setzte er auf eine fundamentale Wertpapieranalyse und auf die Verwendung von Kurskennzahlen wie Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), Dividendenrendite und das Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV).

Auf der Suche nach dem Wert eines Unternehmens ist besonders das KBV eine sehr hilfreiche Kennziffer. Sie setzt den Börsenwert des Unternehmens, Aktienkurs multipliziert mit Zahl der

Aktien, ins Verhältnis zum sogenannten Buchwert des Unternehmens. Dieser ergibt sich aus dessen Vermögen abzüglich der Verbindlichkeiten. Vereinfacht ausgedrückt, stellen sich Value-Investoren die Frage, was ein Unternehmen heute wert wäre, wenn es aufgelöst würde. Setzt man nun den aktuellen Börsenwert des Unternehmens ins Verhältnis zum Buchwert, erhält man die Kennzahl Kurs-Buchwert-Verhältnis. Je niedriger dieser Wert ausfällt, umso attraktiver ist ein Investment.

FOTOS: JOHNSON & JOHNSON, NESTLÉ



**Konsum-Klassiker:** Großkonzerne und ihre Marken für Generationen. Maggi-Ravioli sind vom Schweizer Konzern Nestlé, ebenso Eis von Schölller. Penaten-Creme stellt Johnson & Johnson her

Im Gegensatz zum Value-Ansatz steht ein wachstumsorientierter Investmentstil (Growth-Ansatz). Dessen Maxime:

Nicht die heute vorhandenen Werte machen den Reiz einer Aktie aus, sondern die Hoffnung auf ein überdurchschnittliches Umsatz- und Gewinnwachstum. Aktien der Growth-Kategorie weisen daher häufig ein hohes Kurs-Buch-Verhältnis auf. Value-Investoren kaufen bevorzugt reife und solide Großkonzerne. Fazit: Value steht für eine konservative Einschätzung der unternehmerischen Gegenwart, Growth hingegen für das unternehmerische Potenzial der Zukunft.

Überschneidungen der scheinbar unvereinbaren Stile kommen jedoch durchaus vor. Kein Value-Investor meidet ein Unternehmen, nur weil das erwartete Gewinnwachstum zunimmt. Nicht selten kommt es auch vor, dass eine stark unterbewertete Aktie aufgrund überdurchschnittlicher Wachstumsperspektiven gleichzeitig eine Growth-Aktie ist. Der wachstumsorientierte Ansatz profitiert besonders in Boom-Zeiten, wenn Fantasie einen höheren Stellenwert hat als nüchterne Fundamentaldaten. Herrscht an den Börsen Krisenstimmung, werden Investoren hinsichtlich der Wachstumschancen pessimistischer. Sie konzentrieren sich auf dann auf solide und reife Unternehmen. **■**

## 25 Jahre Rendite und Risiko: Substanz siegt

Im Gesamtzeitraum (1980 bis 2005) fiel die Rendite des MSCI Value Index deutlich höher aus als beim Growth-Index – bei deutlich niedrigerem Risiko. Während des IT-Booms vor der Jahrtausendwende (1998 bis 2000) war die Zeit des Growth-Stils. Allerdings erkaufte sich Investoren die Outperformance mit doppelt so hohen Schwankungen im Wachstumssegment.

Gesamtzeitraum 1980 bis 2005	Einzelperioden					
	1980 bis 1999	1991 bis 1999	1991 bis 2001	1991 bis 2005	1998 bis 2000	2000 bis 2005

### ■ MSCI Value

Rendite p.a. in %	12	16	14	14	9	16	-1
Gesamtertrag in %	1.872	1.452	194	253	274	35	6
Volatilität in %	16	15	12	11	16	7	20

### ■ MSCI Growth

Rendite p.a. in %	9	13	13	14	6	25	-10
Gesamtertrag in %	888	1.064	196	302	155	76	-37
Volatilität in %	18	16	12	12	18	14	20

Quelle: Datastream, Berechnungen auf Dollar-Basis

tungsgesellschaft Fondsconsult. Unklar ist indes, wie lange Tweedy Browne den Fonds für Anleger geöffnet lassen wird.

### Sparinvest: 40 Prozent Abschlag

Ähnlich optimistisch wie Nordea-Manager Andersen und Christopher Browne gibt sich auch Jens Rasmussen. Fünf Käufe hat der Manager des Global Value Fonds der dänischen Gesellschaft Sparinvest in den ersten acht Wochen des Jahres bereits getätigt. Im Gesamtjahr 2007 orteten die Dänen lediglich zehn neue Kaufkandidaten unter den weltweiten Substanzwerten. „Wir finden derzeit besonders in Japan und den USA unterbewertete Unternehmen, die wenig geliebt, kaum beachtet und daher sehr preis-

wert sind“, erklärt Rasmussen den für Value-Investoren typischen antizyklischen Investmentansatz, aus einer Krisenstimmung Kapital zu schlagen.

Ausschlaggebend für die Sparinvest-Manager ist die Bilanz eines Unternehmens. Kaum Schulden und ein niedriges Kurs-Buchwert-Verhältnis, das sind zwei entscheidende Pluspunkte. Was sind alle Einzelteile des Unternehmens wert, und wie spiegelt sich diese Summe im Aktienkurs des Unternehmens und im Vergleich zu Wettbewerbern wider? Liefert die Analyse einen Abschlag von mindestens 40 Prozent auf Sicht der kommenden drei bis fünf Jahre, ist das Unternehmen ein klarer Kauf. Ganz gleich, aus welchem Land oder welcher Branche. Nur Schwellenländer sind tabu: Das politische Risiko lässt sich nicht analysieren. Erreicht der Aktienkurs den zuvor ermittelten inneren Wert, wird konsequent verkauft.

Wer dem Value-Ansatz à la Sparinvest vertraut, muss trotz allem Geduld mitbringen. „Wir versuchen kein Market-Timing, daher kann der Kurs nach einem Kauf natürlich noch nachgeben“, so Rasmussen. Auf Fünf-Jahres-Sicht peilt der Sparinvest-Manager eine Rendite von 8 bis 10 Prozent an. Manchmal ist auch deutlich mehr drin, wie das Beispiel VW zeigt: Beim Wolfsburger Autokonzern griffen die Dänen 2003 zu, nachdem der Gewinn im Vorjahr massiv eingebrochen war. Der neue Golf verkaufte sich schlecht, die Dividende wurde gekürzt, und die Aktie kostete nur noch knapp 35 Euro. Bis Ende 2007 stieg der Kurs auf fast 200 Euro. Ziel erreicht, Aktien verkauft.

### Ziel erreicht, Aktien verkauft

Vom Ergebnis her ähnlich verliefen Engagements bei Douglas, Hochtief und MAN. „Vor fünf Jahren hat keiner mehr an das Qualitätssiegel ‚Made in Germany‘ geglaubt“, kommentiert Rasmussen. „In der Folge waren deutsche Unternehmen mit ei-



Wir finden derzeit besonders in Japan und den USA unterbewertete Unternehmen, die wenig geliebt, kaum beachtet und daher sehr preiswert sind

Jens Rasmussen, Fondsmanger des Global Value von Sparinvest

ner einwandfreien Bilanz extrem günstig bewertet.“ Heute kommen die Favoriten aus Japan und Asien, zum Beispiel der Mischkonzern Hutchison Whampoa aus Hongkong. Zu dessen Portfolio gehören unter anderem Häfen, Immobilien, Einzelhandelsunternehmen und Hotels. „Diese Holding-Struktur wird derzeit vom breiten Markt nicht gemocht“, erklärt der Fondsmanger. Doch die gesamten Besitztümer des Unternehmens sind den Berechnungen von Sparinvest zufolge mehr wert, als es der derzeitige Kurs vermuten lässt. Für die Dänen ein klarer Kauf.

Und Privatanleger mögen zu Recht den Fonds: Entgegen dem Trend sammelte der Sparinvest Global Value auch in der Krise frisches Geld ein. In den vergangenen zwölf Monaten stieg das Fondsvolumen von 936 Millionen Euro auf derzeit 1,3 Milliarden Euro. Ähnlich diszipliniert, wenn auch mit wesentlich weniger Kapital, geht Nordea-Ma-

### Bewertungen: Das Maß aller Märkte

■ **KGv:** Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (englisch: Price Earnings Ratio) ist eine Kennzahl zur Beurteilung von Aktien. Hierbei wird der Kurs der Aktie in Relation zu dem für den Vergleichszeitraum gegebenen oder erwarteten Gewinn je Aktie gesetzt.

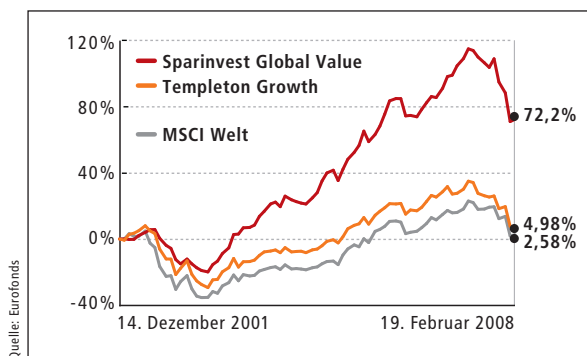
$$KGv = \frac{\text{Kurs einer Aktie}}{\text{Gewinn je Aktie}}$$

■ **KBv:** Das Kurs-Buchwert-Verhältnis (englisch: Price Book Ratio) ist eine substanzorientierte Kennzahl zur Beurteilung der Börsenbewertung einer Aktiengesellschaft. Hierbei wird der Kurs einer einzelnen Aktie in Relation zu ihrem anteiligen Buchwert gestellt.

$$KBv = \frac{\text{Kurs einer Aktie}}{\text{Buchwert je Aktie}}$$

■ **Dividendenrendite:** Sie setzt den Aktienkurs eines Unternehmens ins Verhältnis zu dessen Dividendenzahlung. Notiert eine Aktie bei 100 Euro und werden 2 Euro Dividende ausgeschüttet, beträgt die Dividendenrendite 2 Prozent. Bezieht sich diese Kennziffer auf einen Index, gibt sie die durchschnittliche Dividendenrendite der dort gelisteten Unternehmen an.

$$\text{Dividendenrendite} = \frac{\text{Dividende einer Aktie} \times 100}{\text{Kurs der Aktie}}$$



### Überflieger und Klassiker

Der Chart zeigt die Entwicklung des Global Value der dänischen Fondsgesellschaft Sparinvest seit dessen Auflegung im Dezember 2001. Der Fonds konnte den MSCI Weltindex und den konservativen Klassiker Templeton Growth von Franklin Templeton weit hinter sich lassen. Spurlos geht eine Krise an dem Fonds jedoch nicht vorbei.

nager Andersen vor: keine Experimente, nur Qualität. Die Aktie der größten Baumarktkette der Welt, Home Depot, kostet heute so viel wie vor fünf Jahren? Gekauft. Johnson & Johnson zahlt seit über 30 Jahren eine solide Dividende? Gekauft. Nestlé? „Ist viel mehr wert, als es der Kurs vermuten lässt“, so Andersen. Auch der Schweizer Konzern ist für ihn ein Top-Investment. Das Gleiche gilt für die Großbank Credit Suisse. Kursrückgänge, nachdem die Bank bekannt gab, die Bilanz noch einmal überprüfen zu lassen, sitzt Andersen aus: „Das Unternehmen ist enorm preiswert, und wenn sich die Aufregung legt, werden das auch andere Investoren erkennen.“ Auch Andersen interessieren nicht Regionen und Länder, sondern nur die Unternehmen.

„Er ist ein Value-Freak aus Leidenschaft“, sagt Jörg Lange. Zuversichtlich für den Nordea-Fonds ist der Berater besonders wegen Andersens Vergangenheit: Als Mitbegründer von Linde Partners erzielte Andersen zwischen 1999 und 2005 einen Trackrecord von durchschnittlich 14,6 Prozent, während

## Globale Value-Fonds: Wenn Krisen zur Chance werden

Die Stützen der Weltwirtschaft im Portfolio: Globale Value-Fonds sind als Langfrist- und Basisinvestment unentbehrlich. Die Tabelle nennt fünf Fonds, deren Manager ihre Klasse in früheren Krisen unter Beweis gestellt haben.

Fondsname	WKN	Performance in %			Volumen in Mio. €	Auflage-datum
		1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre		
Starcap Priamos	805 784	-10,8	44,8	164,3	340	03.12.01
Sparinvest Global Value	A0D QN4	-15,9	23,1	108,5	1.131	14.12.01
Templeton Growth	971 025	-20,4	5,9	40,7	16.311	29.11.54
Tweedy Browne Value	987 162	-16,0	-1,7	10,3	–	31.10.96
Nordea Global Value	358 643	-23,7	-4,2	–	25	01.10.03

Sortierkriterium: Drei-Jahres-Performance Quelle: Eurofonds Stand: 19. Februar 2008

der MSCI Weltindex jährlich um lediglich 2,6 Prozent stieg. Lange: „Andersen überzeugte besonders in schwierigen Zeiten.“

Ähnlich erfolgreich ist auch Norbert Keimling: Sein Starcap Priamos wird auf quantitativer Basis nach einem Computermodell gemanagt. Dabei gewichtet der Starcapital-Manager alle gekauften 50 Einzelwerte grundsätzlich gleich hoch. Keim-

ling berechnet nicht das Kurs-Gewinn-Verhältnis für das aktuelle Jahr, sondern für die durchschnittlichen Gewinne der vergangenen zehn Jahre. „So lassen sich relativ zuverlässige Renditeprognosen erstellen“ sagt er. Seit der Auflage im Dezember 2001 hat der Starcap Priamos pro Jahr durchschnittlich 9,8 Prozent zugelegt, der MSCI Welt gab 0,1 Prozent nach. ■ *Malte Dreher*

ANZEIGE

## WELCHER ANLAGE-TYP SIND SIE ?

### NUTZEN SIE DIE CHANCE AUF RENDITE.

Mit einer durchschnittlichen Rendite von 9,8 %\* in den letzten 3 Jahren konnten die AKZENT Invest MaxiRend Zertifikate\* auf den Euro Stoxx 50 überzeugen.

Überzeugen auch Sie sich unter [www.akzent-invest.de](http://www.akzent-invest.de), Tel. 0800 7300731 und in Volksbanken Raiffeisenbanken.

\* Emittentin DZ BANK. Durchschnittliche Rendite (auf Basis eigener Berechnungen der DZ BANK) aller AKZENT Invest MaxiRend Zertifikate auf den Euro Stoxx 50 im Betrachtungszeitraum 30.09.2004 bis 31.12.2007 von 9,8 % (10 % in 2004, 9,28 % in 2005, 9,47 % in 2006, 10,32 % in 2007). Die Angabe bezieht sich auf den ersten Bewertungstag (d. h. nach einer Laufzeit zwischen 12 und 18 Monaten) der letzten 3 Jahre, vor Steuer und ohne Berücksichtigung von Gebühren und anderer Entgelte, die sich bei Berücksichtigung negativ auf die durchschnittliche Rendite auswirken würden. Bitte berücksichtigen Sie, dass sich die Angaben auf die Vergangenheit beziehen und historische Wertentwicklungen keinen verlässlichen Indikator für zukünftige Ergebnisse darstellen. Weitere Informationen erhalten Sie direkt in Ihrer Filiale.



**AKZENT Invest**  
ZERTIFIKATE DER DZ BANK

Im FinanzVerbund der  
Volksbanken Raiffeisenbanken

